



**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE
EMPRESAS**

CURSO ACADÉMICO 2019/2020

TRABAJO FIN DE GRADO
Mención en finanzas

TÍTULO:
FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:
OPA POTENCIAL DE IBERDROLA SOBRE
SIEMENS GAMESA

MERGERS AND ACQUISITIONS: POSSIBLE
TAKE OVER BID OF IBERDROLA OVER
SIEMENS GAMESA

Autor: Adrián de la Fuente Mantecón
Directora: Belén Díaz Díaz

Fecha de presentación: Julio 2020

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:

ÍNDICE

RESUMEN.....	6
ABSTRACT	7
1. INTRODUCCIÓN Y CONTEXTUALIZACIÓN.....	8
1.1 MOTIVACIONES E INTERÉS DEL TRABAJO	8
1.2 DEFINICIÓN OPA	8
1.3 CONTEXTO MACROECONÓMICO 1998 - 2018.....	8
1.4 EVOLUCIÓN DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS	12
1.5 MOTIVACIONES PARA REALIZAR UNA ADQUISICIÓN.....	16
1.6 FACTORES QUE INFLUYEN EN EL ÉXITO O FRACASO DE UNA OPERACIÓN	18
2. VALORACIÓN DE UNA OPA POTENCIAL DE IBERDROLA SOBRE SIEMENS GAMESA.....	19
2.1 FUNCIONAMIENTO Y SITUACIÓN DEL SECTOR ELÉCTRICO EN ESPAÑA.....	19
2.2 ENERGÍA RENOVABLE EN ESPAÑA.....	21
2.3 ANÁLISIS DE LA OPA POTENCIAL IBERDROLA SOBRE SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY S.A.....	23
2.3.1 MOTIVOS PARA UNA OPA DE IBERDROLA SOBRE SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY S.A.....	25
2.4 VALORACIÓN DE SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY S.A. POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRES	26
2.5 VALORACIÓN DE SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY POR MÚLTIPLOS.....	32
3. CONCLUSIONES	35
4. BIBLIOGRAFÍA	36

ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Comparación DJI e IBEX 35 (1998-2018)	9
Ilustración 2: Evolución del PIB en Europa (1998 - 2018)	10
Ilustración 3: Evolución de los tipos de interés en la Eurozona y en EE. UU	11
Ilustración 4: Evolución del número y del valor de las F&A a nivel mundial	12
Ilustración 5: Importe de las F&A por sector	13
Ilustración 6: OPAS Hostiles y Fusiones (1991-2020)	14
Ilustración 7: F&A en España (1990-2019)	15
Ilustración 8: Composición sector eléctrico en España	20
Ilustración 9: Procedencia del consumo de energía en España (2018)	21
Ilustración 10: Potencia peninsular instalada por tecnología en España (2018)	22
Ilustración 11: Producción de energía renovable por tecnología España (2018)	22
Ilustración 12: Principales magnitudes económicas Iberdrola (1T 2020) ..	24
Ilustración 13: Tecnologías de producción de energías renovables y porcentaje sobre el total (2017-2023)	25

TABLAS

Tabla 1: Cálculo del FCF (datos en miles de €).....	27
Tabla 2: Cálculo del FCF a largo plazo (datos en miles de €)	28
Tabla 3: Cálculo del WACC	29
Tabla 4: Cálculo del crecimiento a perpetuidad en base al PIB y el IPC	30
Tabla 5: Rango de precio escenario pesimista	31
Tabla 6: Rango de precios escenario optimista	31
Tabla 7: Datos (en miles de €) de las cuentas anuales de Siemens Gamesa, Acciona y Vestas.....	32
Tabla 8: Ratios Siemens Gamesa, Acciona y Vestas	32

RESUMEN

Este trabajo va a estar dividido en dos partes, en la primera vamos a realizar un análisis del contexto macroeconómico y en la segunda se va a valorar la compañía Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

En la primera parte, hablaremos sobre el contexto macroeconómico a nivel mundial y lo compararemos con el español en los últimos 20 años. Haremos hincapié en la evolución del PIB, los índices de referencia en los mercados bursátiles como son el DJI y el IBEX, así como en los tipos de interés fijados por los organismos de referencia.

A continuación, realizaremos un análisis de las operaciones de fusión en las que dos compañías se integran y pasan a formar una y las operaciones de adquisición en las que una compañía adquiere una participación significativa de otra. Las estudiaremos en número y volumen. También estudiaremos como se distribuyen por sector y como se ven afectadas por los ciclos económicos. Para finalizar esta primera parte explicaremos los principales motivos que suelen generar este tipo de operaciones, así como algunos aspectos claves a tener en cuenta antes y después de realizar este tipo de operaciones para su correcta realización.

En la segunda parte, llevaremos a cabo la valoración de Siemens Gamesa empresa líder del sector de las energías renovables, concretamente en la producción de turbinas eólicas, mediante el método de descuento de flujos de caja. Para ello llevaremos a cabo una serie de cálculos que nos permitirán obtener el FCF, el WACC y el periodo explícito, así como unas estimaciones del crecimiento durante el periodo explícito y a perpetuidad. Con estos datos generaremos dos escenarios uno pesimista y otro optimista en los que obtendremos un abanico de valoraciones de empresa y de precios objetivos que nos permitirán dar nuestra opinión sobre Siemens Gamesa y emitir una recomendación.

Por último, valoraremos Siemens Gamesa por múltiplos, calculando una serie de ratios y comparándolos con empresas del mismo sector.

ABSTRACT

This work is going to be divided into two parts, in the first one we are going to study de macroeconomic context and in the second part we are going to value Siemens Gamesa Renewable Energy S.A.

Firstly, we will talk about the macroeconomic context worldwide and we will compare it with the Spanish situation in the last 20 years. We will emphasize in the evolution of GDP, the important index in the stock markets like DJI y IBEX 35, as well as fixed interest rates by the reference agencies.

Secondly, we are going to analyze the merger operation in which two companies integrate and become one and the acquisition operations in which one company acquires a significant participation of the other. We will study them in number and volume. We will also study how they are distributed by sectors and how they are affected by economy cycles. To end the first part, we will explain the principal arguments that these types of operations usually generate as well as some of the key aspects to consider, before and after doing these types of operations for its correct implementation.

In the second part, we will assess Siemens Gamesa which is a sector leader of renewable energies, specifically in the production of eolic turbines, using the cash flow discount method. To achieve that we will carry out a series of calculations which will allow us to obtain el FCF, WACC and explicit period, as well as growth estimates during the explicit period and perpetuity. With this data we will generate two scenarios, one pessimistic and the other optimistic, in which we will obtain a range of market valuation of the company and the objective prices which will let us to have an opinion about Siemens Gamesa and emit a recommendation.

Lastly, we will evaluate Siemens Gamesa by valuation multiples, calculating a series of ratios and comparing them with companies in the same sector.

1. INTRODUCCIÓN Y CONTEXTUALIZACIÓN

1.1 MOTIVACIONES E INTERÉS DEL TRABAJO

En el mundo empresarial las fusiones y adquisiciones de empresas siempre han sido unas operaciones mercantiles que, por su importancia y sus consecuencias han estado muy reguladas.

En la actualidad existe una pandemia a nivel mundial el COVID-19 que no sólo está afectando a las personas sino también a la economía, lo que previsiblemente desencadenará una crisis económica.

Por todo esto considero que es un buen momento para estudiar el contexto económico global, hablar sobre estas operaciones mercantiles y proponer una operación de adquisición.

1.2 DEFINICIÓN OPA

“Procedimiento utilizado por una persona, física o jurídica, para hacerse con una participación importante en el capital de una sociedad cotizada. Es la oferta de compra, dirigida a todos los accionistas de una empresa en la que el comprador se compromete a adquirir, durante un cierto periodo de tiempo y a un precio determinado, hasta un determinado número de títulos pudiendo ofrecer una contraprestación monetaria, un canje de títulos o ambas cosas a la vez.” (Mascareñas, J. ,2005)

1.3 CONTEXTO MACROECONÓMICO 1998 - 2018

Desde que existen las empresas existen las operaciones de fusión y adquisición. Si bien es cierto que, según el contexto económico y legal, fluctúa el número de operaciones que se realizan. Generalmente en épocas de crecimiento económico y de expansión es cuando más operaciones de este tipo se realizan. Aunque en tiempo de crisis también suelen aparecer oportunidades.

En primer lugar, comentar que en lo sucesivo vamos a emplear datos e información del periodo 1998 – 2018 con el fin de observar como se comportan y como varían este tipo de operaciones en función de la situación económica. Utilizando dicho periodo tendremos en cuenta la crisis económica de 2008 y la posterior recuperación.

En el año 2006 en EE. UU estalló la burbuja inmobiliaria y posteriormente llegó la crisis de las hipotecas. El hito que se considera el comienzo de la crisis económica a nivel mundial fue la quiebra de *Lehman Brothers* que era el quinto banco de EE. UU. Nunca había quebrado un banco hasta este momento.

La quiebra de *Lehman Brothers* supuso el inicio de una crisis de confianza, ya que a partir de ese momento los bancos perdieron la confianza y dejaron de prestarse dinero entre ellos. Lo que desembocó en una falta de liquidez en el mercado. Esto a su vez generó desconfianza en los clientes de los bancos y en los inversores que comenzaron a cerrar sus posiciones de manera masiva. Dando lugar a una crisis financiera.

Esta situación afectó a familias, empresas y gobiernos. Estado Unidos optó por participar en empresas con el fin de ejercer control sobre ellas y así poder ayudarlas estratégicamente y financieramente. Además, a través de la FED organismo regulador de los mercados financieros, aumentó la supervisión de las empresas cotizadas. En cambio, en Europa, la principal medida que se llevó a cabo fue la emisión de deuda. En España concretamente con el fin de rescatar a los bancos, y de esta manera inyectar liquidez al mercado.

Ilustración 1: Comparación DJI e IBEX 35 (1998-2018)



Fuente: Invertia

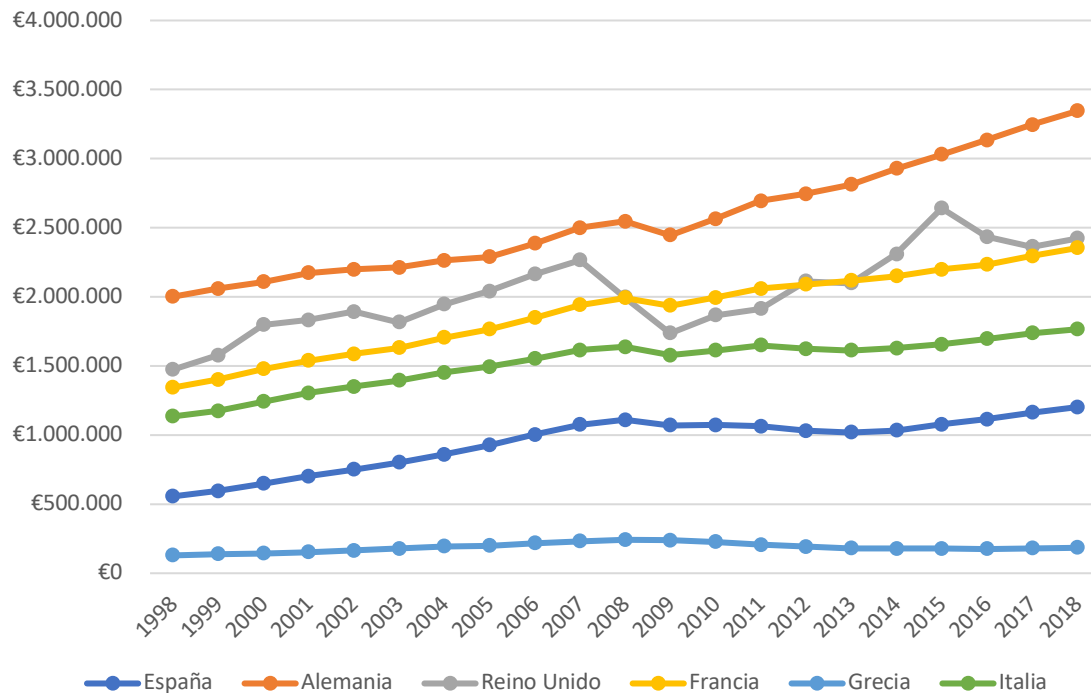
En el gráfico anterior se puede observar una comparativa entre uno de los principales índices de EE. UU el DJI y el principal índice bursátil español el IBEX 35 en el periodo comprendido entre el año 1998 – 2008. En la parte superior aparece la cotización de ambos índices y en la parte inferior el volumen de las operaciones. Por último, destacar que el color naranja representa el DJI y el color verde el IBEX 35.

Se puede observar como hasta el año 2008 en el que comienza la crisis económica ambos índices se comportan de manera bastante similar salvando las distancias. Entre el año 2008 y el 2009 se produce una drástica caída de la cotización que a su vez coincide con una disminución en el volumen de negociación. A partir de ahí, ambos índices comienzan su recuperación, aunque esta vez cada uno se comporta de una manera. El DJI comienza su escalada hasta el año 2018 mientras que el IBEX sufre una recaída en el año 2013.

El análisis de la cotización bursátil tanto de los índices como de las empresas es de vital importancia a la hora de valorar empresas de cara a futuras operaciones de fusión o adquisición. Aquí se plantea una disyuntiva, ya que en épocas de expansión o crecimiento económico las empresas tendrán más liquidez y más capacidad de endeudamiento. Por lo tanto, tendrán mayor capacidad a la hora de lanzar una OPA. En contraposición, en momento de crisis o de recesión pueden aparecer buenas oportunidades en forma de empresas con problemas coyunturales de liquidez, ventas o estratégicos.

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:

Ilustración 2: Evolución del PIB en Europa (1998 - 2018)



Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de DatosMacro.

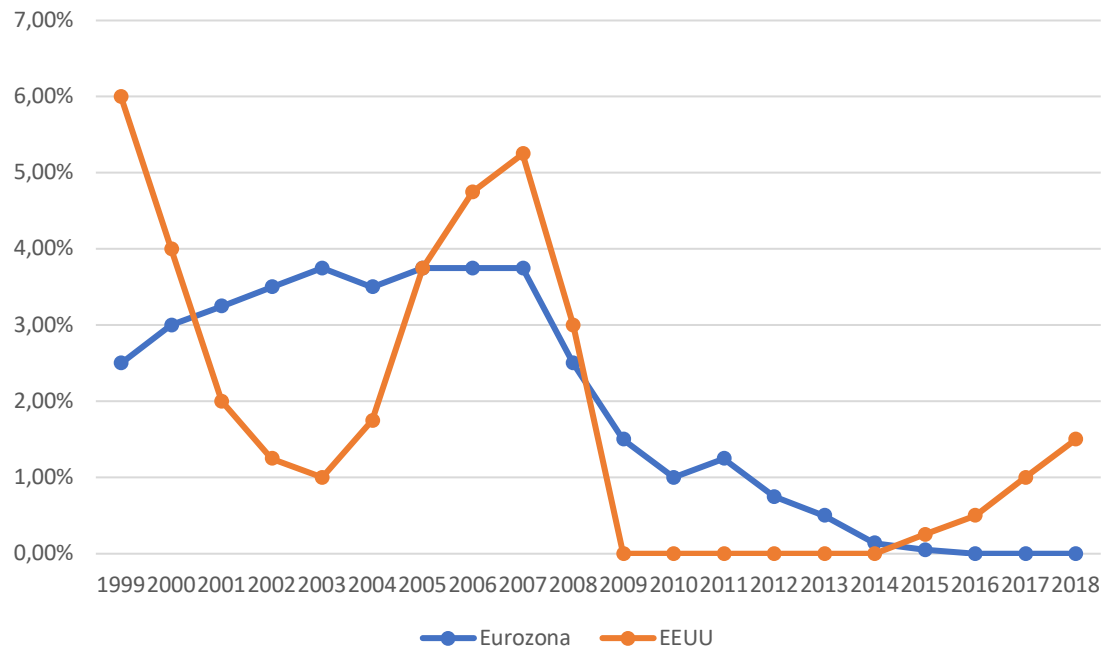
En el gráfico anterior observamos la evolución del PIB de las principales economías de la zona Euro, así como de Grecia país que tuvo que ser rescatado por la Unión Europea. Cabe señalar que no aparece EE. UU porque su PIB es mucho mayor al de que cualquier país europeo y distorsiona el gráfico. Las cifras aparecen en millones.

En primer lugar, se observa como el PIB de todos los países sigue una tendencia alcista, presentando un crecimiento anual positivo salvo en el año 2008 que fue cuando la crisis financiera llegó a Europa. En cambio EE. UU registró dicha caída del PIB un año antes. Además, en el año 2012 Grecia, España e Italia sufren otra leve caída del PIB.

Las previsiones económicas para el año 2020 y 2021 indican una caída del PIB a nivel mundial debido al COVID-19. El equipo de analistas de Bankinter sitúa la caída del PIB español entorno al 2% y la Eurozona entorno al 3%.

Las principales consecuencias del COVID-19 y los motivos por los que se augura una disminución del PIB son la paralización del consumo tanto interno como externo, que ha desembocado en el cierre de empresas y con ello despidos masivos. Si bien es cierto que la Comisión Europea ha aprobado el mayor plan de ayudas de su historia por 750.000 millones entre deuda a fondo perdido y créditos con el fin de amortiguar los efectos de esta crisis sanitaria y económica.

El efecto del COVID-19 sobre el consumo y la inversión provocará consecuencias negativas sobre el PIB y ello, inevitablemente, afectará al número de fusiones y adquisiciones disminuyéndolo.

Ilustración 3: Evolución de los tipos de interés en la Eurozona y en EE. UU

Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de DatosMacro.

En la gráfica anterior aparecen reflejados los tipos de interés anuales fijados por la Reserva Federal (EE. UU) y el Banco Central Europeo el encargado de fijar los tipos de interés en toda la zona Euro.

En este gráfico observamos como la evolución de los tipos de interés no es igual en Europa que en EE. UU. Esto se debe a que la política monetaria llevada a cabo por estos organismos es distinta. Los principales motivos son que persigan objetivos distintos o que las circunstancias económicas de los países sean distintas.

Se observa como a partir del año 2000 la Reserva Federal inició una política expansiva reduciendo los tipos al igual que hizo en el año 2008. El Banco Central Europeo llevó a cabo la misma política con el fin de contrarrestar los efectos de la crisis económica. Con esta política lo que pretenden es aumentar la liquidez y fomentar el consumo y la inversión. En el caso de EE. UU se ve como desde el año 2009 hasta el 2014 los tipos de interés están próximos al 0% y a partir de ahí empiezan a subir. Mientras que el BCE no bajo los tipos al 0% hasta el año 2015.

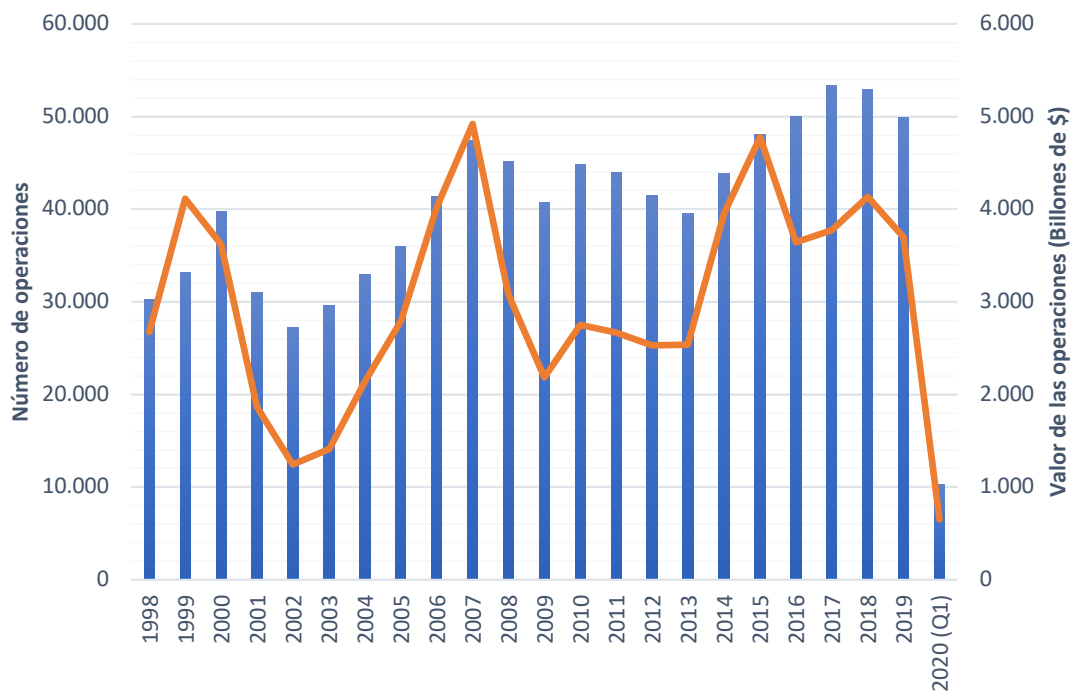
Ante la situación actual a causa del COVID-19 tanto la Reserva Federal como el BCE han anunciado la continuación de las políticas expansivas mediante, la reducción de los tipos de interés o el mantenimiento cercano al 0%, la emisión de deuda, la concesión de créditos a fondo perdido, programas de recompra de activos, etc.

Aunque en época de crisis el número de fusiones y adquisiciones disminuyen como veremos mas adelante, si los organismos competentes continúan aplicando políticas monetarias expansivas y la economía comienza a crecer aumentará el número de operaciones de este tipo.

1.4 EVOLUCIÓN DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

A continuación, vamos a realizar un estudio del comportamiento que han tenido este tipo de operaciones mercantiles en las dos últimas décadas. Para ello vamos a analizar el número de operaciones realizadas y el volumen, tanto a nivel nacional como internacional, así como a clasificar estas operaciones por sector y por tipología.

Ilustración 4: Evolución del número y del valor de las F&A a nivel mundial



Fuente: IMAA Institute.

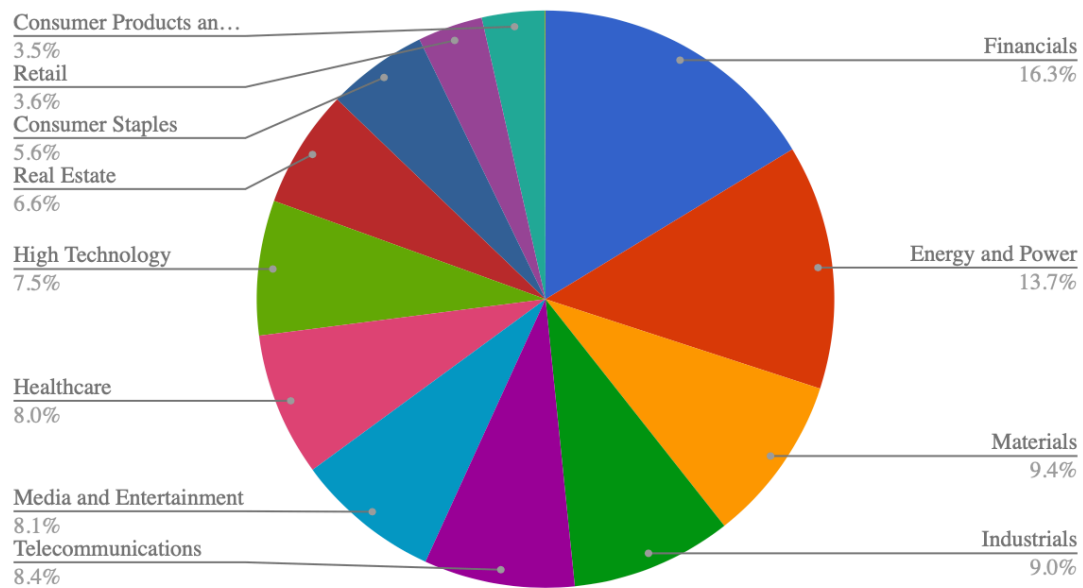
En este gráfico observamos la evolución del número de operaciones de fusión o adquisición a nivel mundial, representado por las barras azules. Mientras que la línea naranja muestra el volumen total de dichas operaciones.

En primer lugar, vamos a analizar el número de operaciones. Este sigue una tendencia alcista, si bien es cierto que sufre tres periodos de decrecimiento. Es importante señalar que el año en el que menos operaciones de F&A se realizan es el 2002 y no el 2008 como cabría esperar. Esto puede deberse al fenómeno económico conocido como la *burbuja de las puntocom*.

Por lo que se refiere al volumen de las operaciones sigue una tendencia lateral, y presenta dos periodos claros de decrecimiento. Que se corresponden con la *burbuja de las puntocom* y la crisis económico-financiera del año 2007.

A modo de conclusión comentar que en épocas de crisis cae drásticamente el volumen de las operaciones de F&A y no tanto el número de estas. En la situación actual, con el COVID-19 presente las perspectivas son negativas. Si tomamos como ejemplo el número de F&A realizadas el primer trimestre de 2020 y el volumen de estas y lo proyectamos para el resto de 2020 observamos un descenso de ambos registros respecto al año anterior.

Ilustración 5: Importe de las F&A por sector



Fuente: IMAA Institute.

En el diagrama anterior aparece dividido el valor de todas las operaciones de F&A a nivel mundial por sectores. Hace referencia a las dos últimas décadas.

Los datos que más llaman la atención son como el 16,3% de las operaciones se han realizado en el sector financiero. Por un importe de 10.800 billones de \$ repartidos en 111.468 fusiones o adquisiciones. El 13,7 % corresponde al sector energético por 9.075 billones de \$ y un total de 65.978 fusiones o adquisiciones. Por último, el 9,4% hace referencia a las operaciones realizadas en el sector de las materias primas por un importe de 6.195 billones de \$ y 100.588 operaciones.

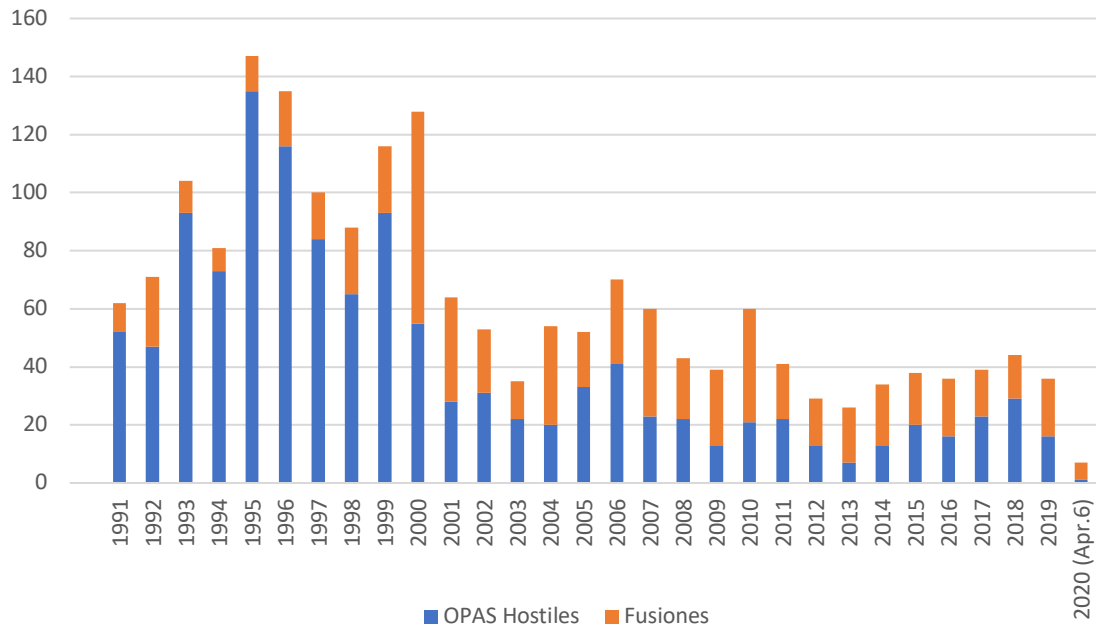
Por otra parte, comentar como todos los sectores siguen una tendencia alcista tanto en el número de operaciones como en el volumen de estas desde 1985 hasta la actualidad. Sufriendo breves periodos de decrecimiento en la crisis de las *puntocom*, en la crisis económico-financiera del 2007 y en el año 2011. No obstante, las F&A realizadas en el ámbito del software y las telecomunicaciones alcanzaron su máximo número de operaciones y su máximo volumen en el epicentro de la crisis de las *puntocom* en el año 2000.

La gran mayoría de operaciones realizadas en el sector financiero son adquisiciones, mientras que las realiza en el sector de la energía suelen ser fusiones de carácter estratégico.

Por último, añadir que en periodos de crisis el número de operaciones de este tipo sufre un leve descenso. El gran perjudicado es el volumen de dichas operaciones ya que cae de manera drástica. Si utilizamos la experiencia y los datos de crisis anteriores, así como los resultados del primer trimestre de 2020 se puede intuir un descenso tanto el número de operaciones como en el volumen. No obstante, siempre que ha habido una crisis alguna industria sale beneficiada. En la era en la que estamos, con los avances tecnológicos y una pandemia a nivel mundial puede que sea el sector farmacéutico.

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:

Ilustración 6: OPAS Hostiles y Fusiones (1991-2020)



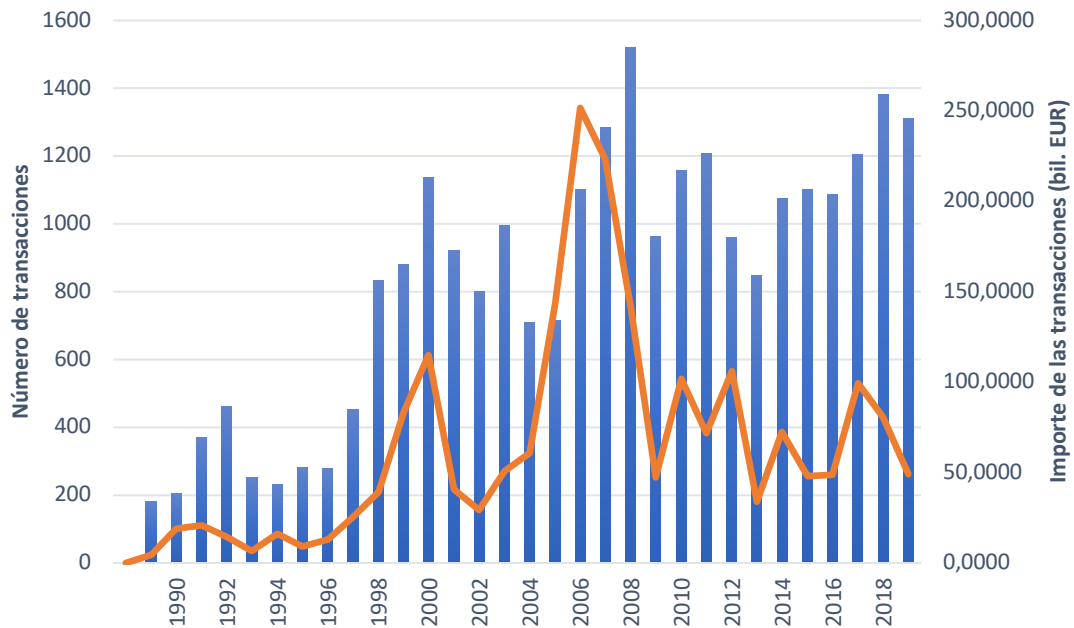
Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de IMAA Institute.

En este gráfico aparecen representadas el número de OPAS hostiles en azul que son aquellas ofertas públicas de adquisición que no son negociadas con la sociedad opada. Y en naranja aparecen las fusiones, “transacción donde una empresa se combina con otra, y en la cual una, o las dos entidades iniciales pierden su identidad.” (Mascareñas, J., 2005).

Por lo que se refiere al gráfico anterior cabe destacar dos elementos. En primer lugar, es interesante comentar como con el paso de los años, el desarrollo de la tecnología y la evolución de la sociedad el número de OPAS hostiles se ha reducido drásticamente, mientras que el número de fusiones se ha mantenido constante con pequeños altibajos en las entradas y salidas de las crisis. La gran mayoría de operaciones realizadas anualmente son adquisiciones y no fusiones, ya que para que una fusión se lleve cabo tienen que coincidir los objetivos de dos empresas.

Otros aspectos interesantes para comentar respecto a la tipología de las operaciones de F&A y la metodología empleada, es como ha ido creciendo el número de OPAS lanzadas por inversores ya que hasta los años 90 era prácticamente 0 y en el año 2019 fueron 5.907 OPAS lanzadas por un importe de 263 billones de \$. De igual manera se han comportado las operaciones transfronterizas. Los principales motivos del aumento tanto en número como en volumen pueden ser el desarrollo de la tecnología, la globalización y en el caso de los inversores la concentración de la riqueza.

En este análisis vamos a proponer una OPA entre dos empresas españolas.

Ilustración 7: F&A en España (1990-2019)

Fuente: IMAA Institute.

En el gráfico anterior observamos el número de operaciones realizadas en España anualmente desde 1990 hasta 2018 representado por las barras azules. La línea de color naranja indica el importe de dichas operaciones.

La información más relevante que se puede extraer es que el número de F&A realizadas en España ha seguido una tendencia alcista en las dos últimas décadas, sufriendo leves descensos en épocas de crisis. Alcanzó su record en el año 2008 justo al comienzo de la crisis económico-financiera, con más de 1500 operaciones.

Por lo que se refiere al importe o al volumen de dichas operaciones, ha seguido una tendencia bastante lateral a excepción del año 2006 cuando alcanzó su record con 195 billones de euros.

Por último, comentar que como hemos visto anteriormente tanto el número como el volumen de las operaciones se ve afectado por la situación económica. Si comparamos la gráfica de las F&A en el mundo con la gráfica de las F&A en España se puede observar como España acusa más los periodos de decrecimiento económico.

Las previsiones de cara a 2020 y 2021 son de decrecimiento económico debido al COVID-19 si bien es cierto que España acusará más esta crisis que otros países debido principalmente a su elevado endeudamiento, al turismo como motor económico del país y a la población envejecida. Este contexto provocará una reducción de las operaciones de F&A.

1.5 MOTIVACIONES PARA REALIZAR UNA ADQUISICIÓN

A continuación, vamos a comentar cuáles son las principales causas o motivos que llevan a una compañía a realizar una adquisición. Como hemos comentado anteriormente un contexto macroeconómico favorable apoyará las fusiones y adquisiciones y viceversa. Para ello nos basaremos en el libro *Fusiones y Adquisiciones* (Mascareñas, J. ,2005).

Entre los principales motivos se encuentran:

Sinergia operativa

Se consigue mediante la integración horizontal de dos compañías, o mediante la adquisición de una empresa que se dedique a la misma actividad. Con esto se consiguen economías de escala, que consiste en la reducción del coste medio unitario gracias al aumento de las ventas. Y economía de alcance, que se obtienen al aumentar la gama de productos y compartir los costes indirectos entre estos.

Economía de integración vertical

Compra de un cliente a su proveedor, en el caso de la integración vertical hacia atrás, o integración vertical hacia delante que consiste en la compra de una empresa distribuidora o comercial por parte de su proveedor. Otro tipo de operaciones que también se pueden realizar son las fusiones.

A la hora de realizar este tipo de operaciones conviene ser precavidos ya que si se llevan al extremo se caería en el error de ser ineficientes, puesto que se estaría yendo en contra del principio de especialización y se estaría prescindiendo de la externalización para realizar todas las actividades de manera interna en la empresa.

Mejoras en la gestión

Consiste en adquirir una compañía con potencial pero que no está siendo bien aprovechado por la dirección de la empresa. Tras la adquisición y una mejora en la gestión de la sociedad se espera que aumenten los beneficios.

Este motivo es el objeto social de las sociedades de capital riesgo. Su actividad consiste en comprar empresas con una mala gestión, reflotarlas y cuando la empresa está encaminada y obteniendo beneficios venderla. De tal manera que al haber asumido la parte de mayor riesgo del proyecto obtengan un gran beneficio con su transmisión.

Empleo de exceso de fondos

Empresas con exceso de tesorería y falta de opciones de inversión interesantes o rentables pueden emplear dicho excedente en adquirir otra compañía. Con esta compra podrán aumentar cuota de mercado mediante la compra de un competidor, diversificar invirtiendo en otro negocio u otro sector o evitar ser opada por una empresa o por un inversor que quiera aprovecharse del excedente de tesorería de la compañía.

Recursos complementarios

Este motivo responde a la adquisición de una empresa de reducido tamaño por parte de una gran empresa. Generalmente porque la pequeña tiene algún recurso bien sea un producto o un servicio complementario al de la gran empresa. De manera que con la adquisición la empresa que realiza la compra elimina un competidor, evita que la competencia pueda comprar la pequeña empresa e integra dentro de su compañía al mejor realizando ese recurso.

Poder de mercado

Consiste en aumentar la cuota de mercado mediante la fusión o adquisición de una empresa de la competencia. A la hora de realizar este tipo de operaciones hay que ser precavido, estudiar bien la competencia y sector, ya que este tipo de operaciones no están permitidas en los sectores muy concentrados porque llevaría al sector hacia el oligopolio o monopolio. Es por eso que las entidades reguladoras de los mercados financieros suelen ser muy estrictas a la hora de aprobar este tipo de operaciones.

Diversificación

La diversificación consiste en tener los recursos invertidos en distintos sectores o negocios. De manera que, aunque algún sector entre en recesión o disminuyan los ingresos siempre habrá otros negocios dentro de la cartera los cuales estarán aportando beneficios.

La combinación de distintos tipos de negocios redunda en una reducción del riesgo económico.

Menores costes de financiación

Con la adquisición o la fusión de dos compañías se reduce el riesgo financiero, por lo tanto, se aumenta la capacidad de endeudamiento. Esto abre la posibilidad a la empresa de obtener financiación más barata, bien sea solicitando un préstamo a una entidad financiera o emitiendo deuda.

Motivaciones de los directivos

Este motivo responde a los deseos y aspiraciones del directivo, como aumentar ventas, tamaño de la compañía, número de empleados, etc. Es necesario tener especial cuidado con este motivo ya que los directivos pueden tomar decisiones que sean buenas para ellos, pero no para la compañía, ya que muchas veces la retribución de los directivos está ligada a un aumento de valor de la compañía en bolsa, bonus por resultados, etc. Por ejemplo, si un directivo tiene un bonus ligado a resultados y ve que la compañía no va a alcanzar dicho resultado podría enajenar un activo o una división de la compañía para obtener su bonus.

1.6 FACTORES QUE INFLUYEN EN EL ÉXITO O FRACASO DE UNA OPERACIÓN

En este apartado vamos a comentar una serie de aspectos que puede condicionar el rumbo o el resultado de una fusión o adquisición. Para ello lo vamos a dividir en dos apartados: antes de la operación y después de la operación.

Antes de la operación

La única manera de maximizar las posibilidades de éxito de una fusión o adquisición antes de que se lleve a cabo se resumen en tener claro qué se pretende conseguir y cómo se va a desarrollar la operación.

Para conseguirlo es necesario, definir los objetivos de la empresa, estudiar las empresas objetivo y seleccionar aquella que más se ajuste. Otro punto muy importante es valorar correctamente las sinergias que se esperan conseguir con la operación y explicar cómo se van a alcanzar. Para ello, habrá que ser cautos a la hora de estimarlas, calcular un margen de error y solicitar apoyo legal acerca de la legislación relativa a estas operaciones mercantiles.

Por otra parte, es importante establecer el rango de precios dentro del que se está dispuesto a comprar una compañía. Este aspecto es muy importante, y más si la empresa adquirente cotiza en bolsa, ya que el precio de compra transmite información al mercado al igual que la forma de pago

Por último, existen otro tipo de factores que no son ni económicos ni financieros pero que son de vital importancia para el éxito de la operación. Uno de ellos es la negociación, clave en cualquier tipo de operación dentro y fuera del mundo empresarial. De ella depende el devenir de la operación, precio, etc. Otro de los aspectos es la comunicación, a trabajadores, clientes, proveedores y accionistas. En general a los “stakeholders” ya que son los que forman la compañía, los que la suministran, los que la financian y los que trabajan en ella.

Después de la operación

Una vez realizada la operación los factores se resumen en reorganizar o integrar ambas compañías y establecer una serie de marcadores que permitan evaluar la evolución y la consecución de los objetivos.

En primer lugar, es necesario organizar y llevar a cabo la integración de ambas compañías. Es un proceso complejo, ya que se trata de combinar dos compañías, sus formas de trabajar, su cultura, sus costumbres, etc. Para ello la mejor opción es crear un equipo con trabajadores de ambas empresas que ayuden a llegar a la mejor solución.

En segundo lugar, una vez integradas las empresas y reorganizadas, habrá que evaluar los activos de las empresas y enajenar aquellos obsoletos o aquellos que no sean necesarios tras la integración.

Por último, habrá que establecer unos marcadores o KPI, y analizar desviaciones. De manera que la dirección de la empresa sepa si se están alcanzando los objetivos establecidos y sino es así a qué se debe.

2. VALORACIÓN DE UNA OPA POTENCIAL DE IBERDROLA SOBRE SIEMENS GAMESA

A continuación, en esta segunda parte vamos a proponer una posible OPA de Iberdrola sobre Siemens Gamesa. Ya que esta operación no ha tenido lugar nos enfocaremos en valorar Siemens Gamesa utilizando para ello sus cuentas anuales de 2019. Además, analizaremos las razones estratégicas que podrían llevar a esta operación, así como estudiar la situación del sector energético en España.

2.1 FUNCIONAMIENTO Y SITUACIÓN DEL SECTOR ELÉCTRICO EN ESPAÑA

Antes de realizar un análisis del sector, es necesario saber cómo funciona y cómo ha evolucionado a lo largo de los últimos años.

En el sector eléctrico en España actúan principalmente cuatro agentes, que son: los que se encargan de producir la energía, transportarla, distribuirla y comercializarla. En los comienzos eran pocas empresas las que interactuaban en este sector, concretamente cinco, que competían en un oligopolio. Cabe destacar que estas empresas gestionaban las 4 fases del proceso eléctrico. De hecho, actualmente en España existen más de 800 según la CNMC.

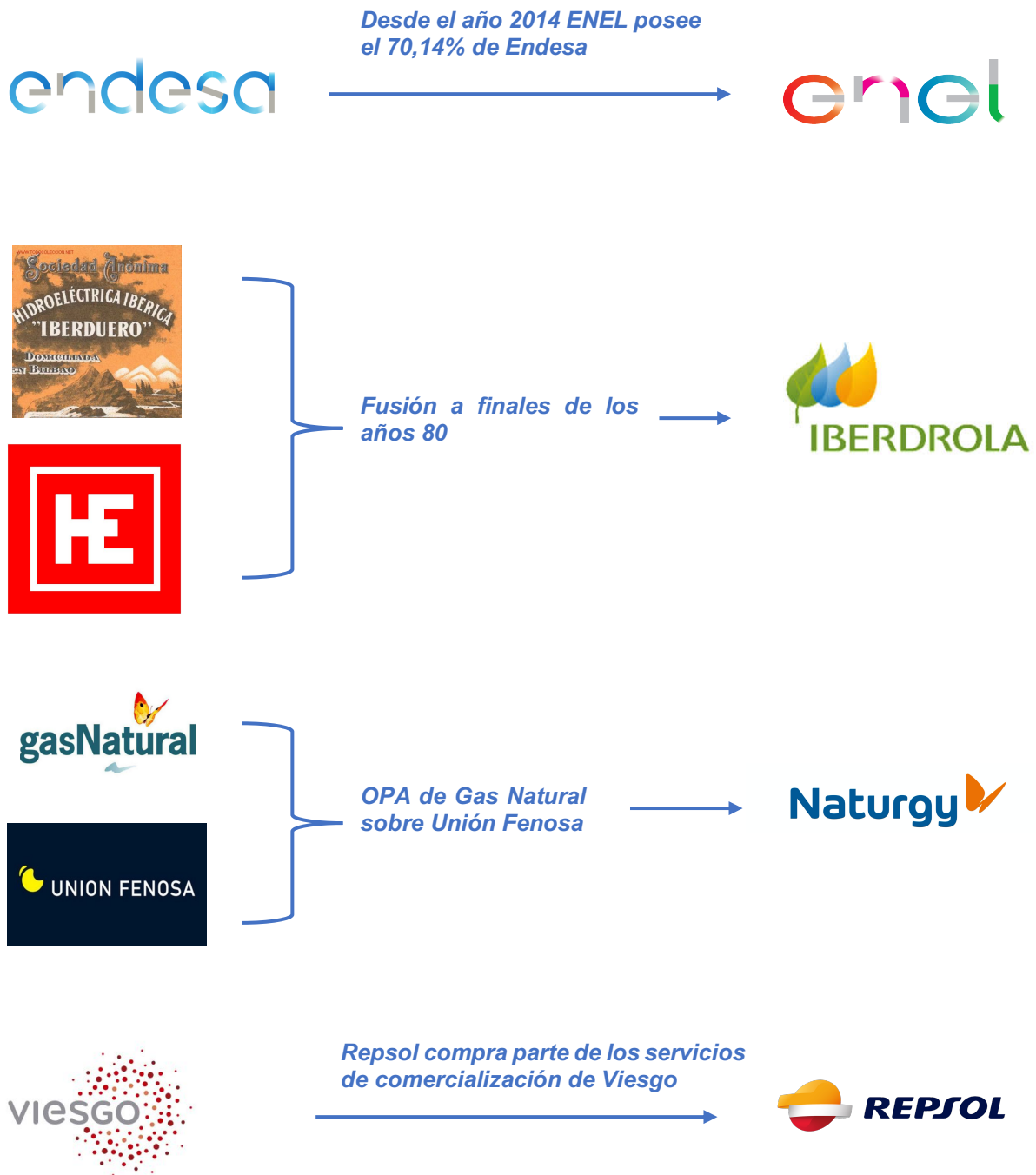
El inicio de muchos sectores como la electricidad, las telecomunicaciones o el agua se produce con oligopolios o incluso monopolios ya que la inversión inicial es tan elevada que la única manera de que la empresa privada se decida a realizarla es asegurarla que va a poder rentabilizar la inversión explotándola en exclusiva.

En el año 1997 se aprobó en España la ley de liberalización del sector eléctrico, con el fin de fomentar la competencia. Esta ley no permitía que una misma compañía gestionara más de una fase del proceso eléctrico, esto posibilitó la entrada de nuevos competidores.

Se denomina mercado dual, al mercado en el que interactúan las comercializadoras de electricidad y el pequeño consumidor. Se divide en dos mercados, uno en el que existe una tarifa regulada en el que el precio se decide cada hora y está más controlado, con un total de 11,2 millones de clientes. Y otro que se denomina mercado libre en el que las comercializadoras fijan el precio del Kw de manera libre y cuenta con 18,45 millones de clientes en España. Esta segunda opción suele ser la más cara para el consumidor.

Independientemente del mercado, son 3 las grandes comercializadoras que se reparten el 90% de la cuota de mercado en España: Endesa, Iberdrola y Naturgy.

Ilustración 8: Composición sector eléctrico en España



Fuente: Elaboración propia.

En la actualidad en España hay cinco grandes empresas comercializadoras de electricidad, Endesa, Iberdrola, Naturgy, Repsol y EDP España. Aunque entre las tres primeras ostentan casi el 90% de la cuota de mercado.

Endesa es la mayor empresa del sector eléctrico en España, con 5 de los 11 millones de clientes a los que están obligados a ofrecer la tarifa regulada. Endesa fue fundada en el año 1944 por el Instituto Nacional de Industria. Actualmente su accionista mayoritario es el grupo italiano ENEL que posee el 70% de las acciones.

Iberdrola, es la segunda mayor empresa del mercado de tarifa regulada con 3,5 millones de clientes y es la mayor empresa del mercado libre con 6,63 millones de clientes un 36% del total. Surgió como resultado de la fusión entre Iberduero e Hidrola a finales de los años 80.

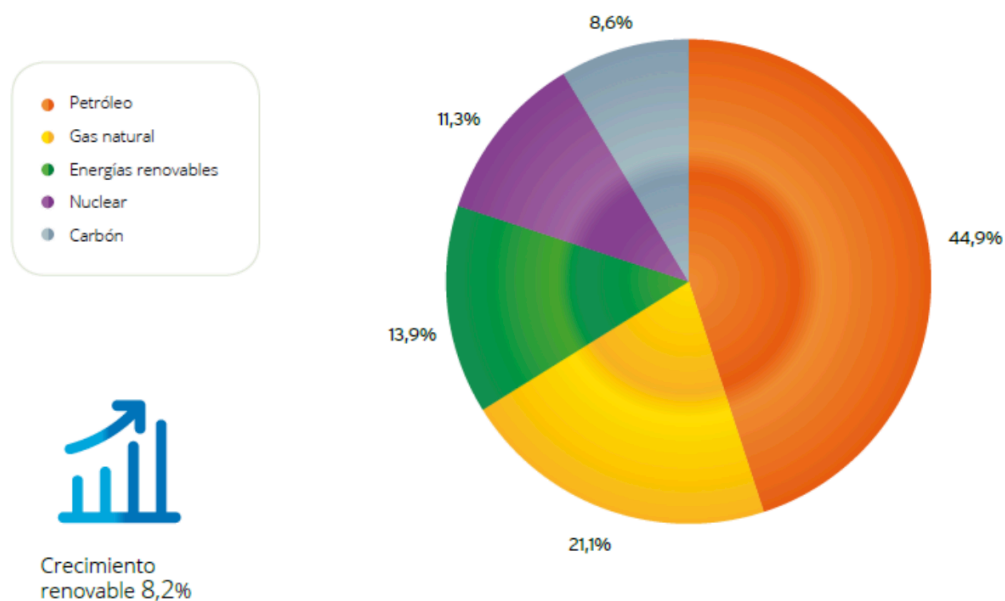
Naturgy es la tercera compañía comercializadora de electricidad en España con más de 5 millones de clientes entre el mercado de tarifa regulada y el mercado libre. En el año 2009 Gas Natural lanzó una OPA sobre Unión Fenosa finalizó con éxito, pero no fue hasta 2018 cuando cambiaron la denominación a Naturgy.

Por lo que se refiere a EDP España, es una filial de la empresa EDP (Energías de Portugal), uno de los mayores grupos eléctricos de Europa y el cuarto de España. El mayor accionista es China a través de China Three Gorges Corporation con una participación del 21,35% y el segundo mayor accionista es Iberdrola con un 6,75%.

2.2 ENERGÍA RENOVABLE EN ESPAÑA

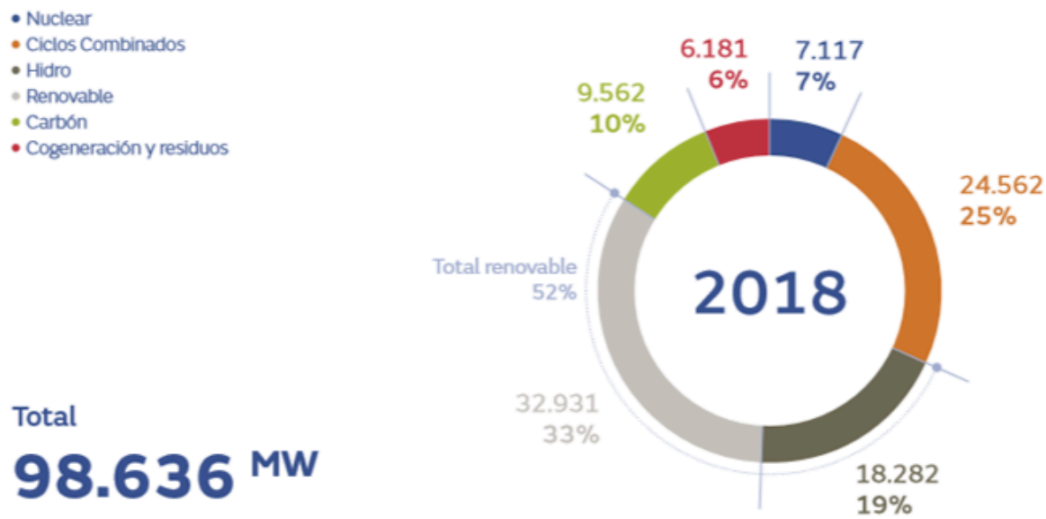
A continuación hablaremos sobre cuál es la situación de las energías renovables en España en comparación con el resto de las fuentes de obtención de energía y cuál ha sido su evolución.

Ilustración 9: Procedencia del consumo de energía en España (2018)



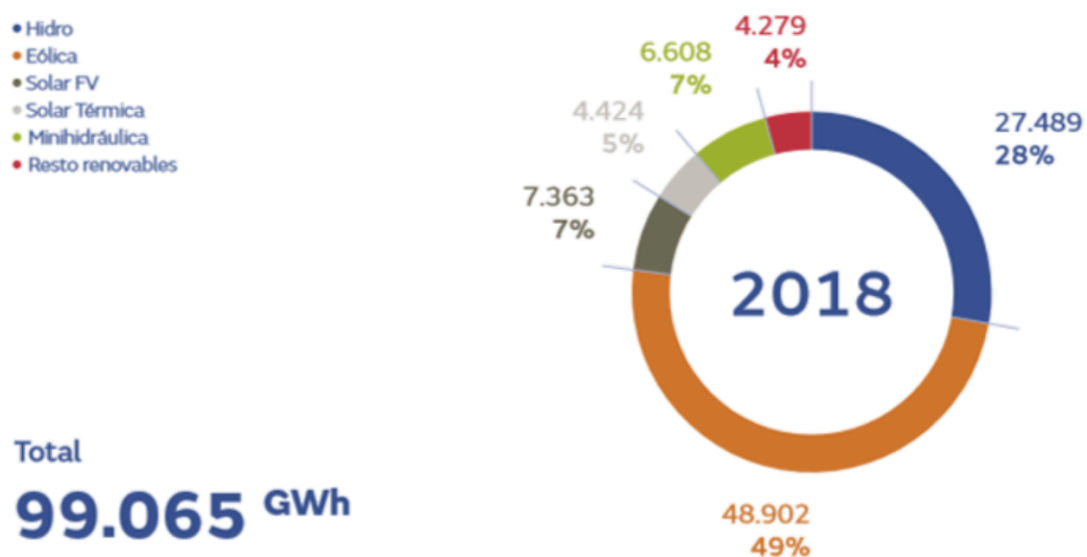
Fuente: Asociación de empresas de energías renovables.

Ilustración 10: Potencia peninsular instalada por tecnología en España (2018)



Fuente: Fundación Naturgy.

Ilustración 11: Producción de energía renovable por tecnología España (2018)



Fuente: Fundación Naturgy.

La ilustración 9 muestra cuáles son las fuentes de producción de la energía que se consumió en España en el año 2018. El 44,9% procede del petróleo, el 21% gas natural y en tercer lugar con 13,9% del consumo se encuentran las fuentes de energía renovable. Además, el crecimiento que ha experimentado este sector respecto al año anterior es de un 8,2%.

Estas cifras no son todo lo esperanzadoras que cabría esperar, si tenemos en cuenta la emergencia climática en la que nos encontramos. Casi el 90% de energía producida y

consumida en España en el año 2018 procede de fuentes no renovables, es decir aquellas que se agotan y que emiten dióxido de carbono a la atmósfera. Lo que está contribuyendo a la destrucción de la capa de ozono y al aumento de la temperatura en la tierra.

En cambio, si observamos las cifras de la ilustración 10 aunque se siguen construyendo plantas generadoras de energías no renovables, el primer puesto se lo llevan las energías renovables, con el 52% de las plantas construidas en el año 2018. Esto indica un cambio de tendencia hacia un sistema de generación de energía eléctrica sostenible.

En la ilustración 11 aparecen divididos por tecnología el total de gigavatios producidos mediante fuentes de energía renovables. El 49% se produjo mediante energía eólica, el 28% mediante energía hidroeléctrica y el 7% mediante energía solar. Estas fuentes corresponden tanto a la cima como a la geografía española.

En resumen, el futuro del sector energético a nivel mundial pasa por realizar una transición hacia las fuentes de energía renovables. En España, se está iniciando el cambio ya que según un informe elaborado por la Fundación Naturgy en colaboración con Deloitte, las empresas eléctricas españolas dedicaron entre los años 2016-2018 11.021 millones de € a la investigación y desarrollo.

2.3 ANÁLISIS DE LA OPA POTENCIAL IBERDROLA SOBRE SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY S.A.

En este apartado analizaremos ambas empresas, y justificaremos los motivos de una posible OPA.

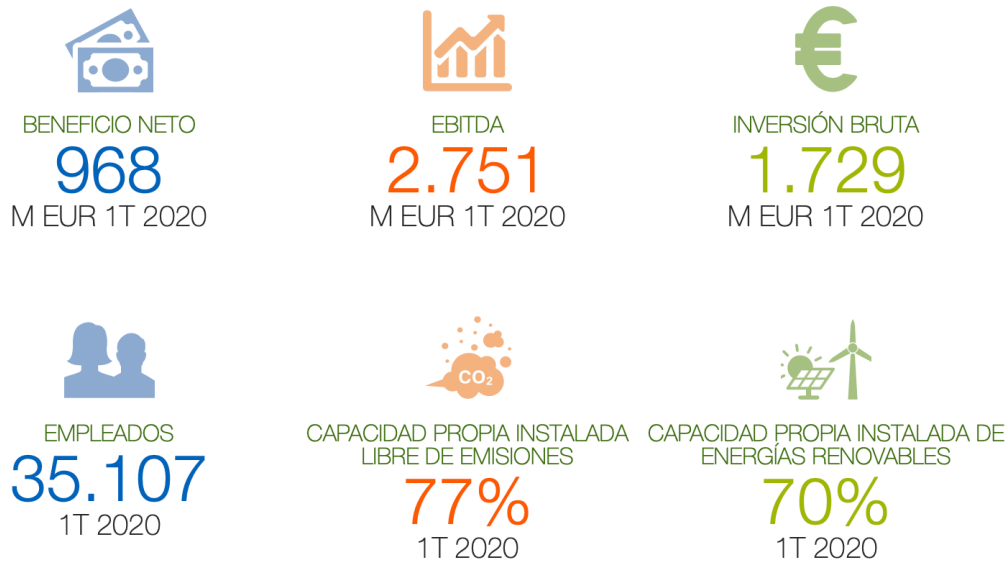
Iberdrola es la mayor compañía eléctrica española y una de las mayores del mundo con una capitalización bursátil de 58.403 millones de euros y unos ingresos de 36.437 millones de euros a finales de 2019.

Esto lo ha conseguido gracias a su presencia internacional en cerca de 40 países, a través de las distintas sociedades del grupo (como Iberdrola S.A, Iberdrola España, Scottish Power, Avangrid, Iberdrola México, etc.) y a su constante apuesta por la innovación, vía inversión en I+D y en energías renovables. Por ello es el primer productor europeo de energías renovables. De hecho, las dos últimas adquisiciones del grupo Iberdrola han sido, Svea Vind Offshore una compañía sueca dedicada a la instalación de parques eólicos marinos con la que ha firmado una opción de compra mayoritaria y una OPA sobre una empresa australiana dedicada a la producción de energías renovables Infigen Energy.

Las tres principales líneas de negocio en las que opera el grupo Iberdrola son: 1) las energías renovables dentro de la que se encuentran las actividades de construcción y explotación; 2) Las redes, que consiste en la construcción, operación y mantenimiento de las redes eléctricas y las subestaciones; 3) El negocio de generación y clientes, que se encarga de las mismas funciones que la línea de negocio de redes aplicado a las centrales de generación de energía. Además, opera en el mercado de compraventa de energía y se encarga de su comercialización.

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:

Ilustración 12: Principales magnitudes económicas Iberdrola (1T 2020)



Fuente: Iberdrola.

Por lo que se refiere a Siemens Gamesa, es uno de los mayores productores e instaladores de turbinas eólicas del mundo. Con una capitalización bursátil de 10.649 millones de euros y unos ingresos de 10.226 millones de euros a finales del año 2019.

Esta compañía está presente en más de 90 países y ha instalado una capacidad de 99 Gw. Cuenta con 14 modelos distintos de turbinas eólicas y otros servicios, que ofrece a través de sus líneas de negocio. "Onshore wind farms", parques eólicos instalados en tierra firme y "Offshore wind farms", parques eólicos instalados en el mar. También ofrece la línea de servicios, que se encarga de realizar estudios de viabilidad, diseño, mantenimiento, etc.

Siemens Gamesa goza de una buena posición en el mercado, ya que es una de las pioneras en producción de energía renovable y es una de las tres mayores empresas de producción de turbinas eólicas. Además, dentro de las energías renovables, la eólica es la que más presente está a nivel mundial después de la bioenergía, si medimos la presencia en unidades productoras instaladas y Gw producidos.

Ilustración 13: Tecnologías de producción de energías renovables y porcentaje sobre el total (2017-2023)

Consumo de energía primaria

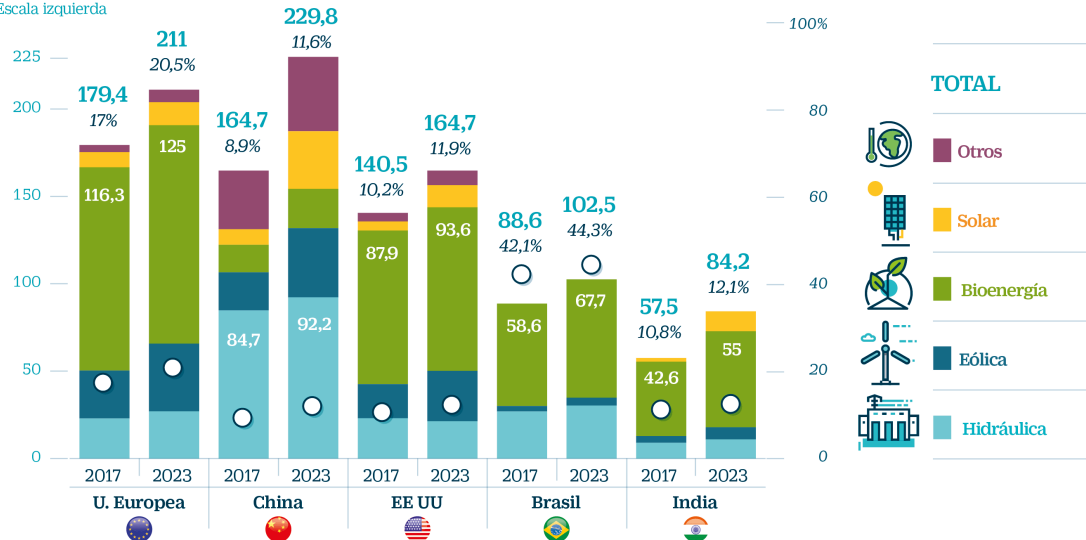
Energías renovables en los principales mercados

Millones de toneladas equivalentes de petróleo (Mtep)

Escala izquierda

○ % de renovables sobre total

Escala derecha



Fuente: Agencia Internacional de la Energía (AIE)

BELÉN TRINCADO / CINCO DÍAS

Fuente: Cinco Días.

2.3.1 MOTIVOS PARA UNA OPA DE IBERDROLA SOBRE SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY S.A.

En este apartado comentaré los motivos que lleven a Iberdrola a lanzar una OPA sobre Siemens Gamesa.

Iberdrola es una compañía eléctrica, enfocada hacia el sector de las energías renovables y referente en Europa en producción de energía renovable. Esta línea de negocio ya obtiene un EBITDA de 725,5 millones de euros un 6,1% mayor que en el cierre del primer trimestre según Iberdrola. Además, las últimas 5 adquisiciones que ha realizado han sido compañías cuyo objeto social es la producción de energía renovable, signos de que está realizando su transición hacia el sector de las energías renovables.

Siemens Gamesa por su parte, es una empresa líder a nivel mundial en diseño y fabricación de turbinas eólicas. Por ello, el resultado de esta operación podría generar sinergias a Iberdrola, ya que ambas compañías operan a nivel mundial y podrían aprovecharse de los clientes de ambas, se compenetrarían perfectamente ya que Siemens Gamesa diseña y fabrica turbinas e Iberdrola se encarga de explotar y comercializar la electricidad, y sería un proceso de integración vertical lo cual generaría a su vez un ahorro de costes de transacción ya que actualmente ambas compañías mantienen una relación comercial.

El resultado de esta operación daría lugar a uno de los mayores grupos de producción de energía eléctrica y energías renovables del mundo. Con una capitalización bursátil que superaría los 60.000 millones y un valor incalculable en sinergias, al poder compartir la cartera de clientes, tecnología y conocimientos, estrategias, etc.

En conclusión, una OPA lanzada por Iberdrola sobre Siemens Gamesa Renewable Energy de carácter estratégico generaría al grupo una serie de sinergias y beneficios que lo convertirían en un referente del sector eléctrico por su visión, su innovación y su rápida adaptación al cambio, realizando una transición acelerada hacia la producción de energía procedente de fuentes renovables.

2.4 VALORACIÓN DE SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY S.A. POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRES

A continuación, se calculará el precio objetivo de Siemens Gamesa Renewable Energy S.A. con la finalidad de determinar un posible precio de compra al que Iberdrola debería lanzar su oferta.

Para ello utilizaremos el método de descuento de flujos de caja libre. Cada empresa puede tener varios precios objetivos distintos ya que, aunque hay datos que son objetivos como pueden ser el EBITDA, o cuentas de balance como deudores, clientes, proveedores, etc. hay otros que el analista debe estimar como la tasa de crecimiento, periodo explícito, etc.

Este método consiste en actualizar los flujos de caja libre que se esperan obtener del activo de la empresa, y con ello obtener una valoración de esta. En este caso vamos a utilizar los datos de las Cuentas Anuales a 30 de septiembre de 2019. Ya que Siemens Gamesa cierra el ejercicio contable y fiscal en dicha fecha.

En primer lugar, hay que calcular el Free Cash Flow (FCF). Para ello, partimos del EBIT al que hacemos una serie de ajustes y llegamos a obtener un FCF a 30 de septiembre de 2019 de -223.013 miles de €. El principal motivo de este FCF negativo son las fuertes inversiones realizadas por la compañía durante el ejercicio.

Para la obtención de dicho FCF ha sido necesario calcular previamente algunas magnitudes como: las necesidades operativas de fondos (NOF) o inversión en capital circulante. En el caso de Siemens Gamesa en el año 2019 existe una necesidad de financiación ya que, aunque la cuenta de proveedores ha aumentado las de deudores y existencias lo han hecho en mayor cuantía por lo tanto el importe de las NOF son 354.162 miles de € que minoran el FCF.

Otra de las magnitudes que es necesario calcular para llegar al FCF es el CAPEX o inversión en capital fijo o no corriente. Para su cálculo hay que tener en cuenta la variación de las cuentas del inmovilizado neto (CAPEX de crecimiento) y la amortización del ejercicio (CAPEX de mantenimiento). Este punto concretamente es el que hace que el FCF de Siemens Gamesa en el ejercicio 2019 sea negativo. Principalmente debido a la inversión en inmovilizado intangible por 79.853 mil € y a la amortización del inmovilizado por 621.207 mil €.

Tabla 1: Cálculo del FCF (datos en miles de €).

	2019	2018
EBIT	262.662,00	210.438,00
- Impuesto de Sociedades	68.262,77	122.731,98
= NOPAT	194.399,23	87.706,02
+ Amortización	621.207,00	764.645,00
= CFOperativo	815.606,23	852.351,02
- NOF	354.162,00	
- CAPEX	684.458,00	
FCF	- 223.013,77	

Cálculo de necesidades operativas de fondos (NOF)			
	2019	2018	Variación
Deudores	1.286.781,00	1.113.918,00	172.863,00
Existencias	1.863.919,00	1.499.178,00	364.741,00
Proveedores	2.599.836,00	2.416.394,00	183.442,00
NOF			354.162,00

Inversiones en activo no corriente (CAPEX)			
	2019	2018	Variación
Inmovilizado inmaterial	6.659.883,00	6.580.030,00	79.853,00
Inmovilizado material	1.425.901,00	1.442.503,00	- 16.602,00
Dotación amortización	621.207,00		
CAPEX	684.458,00		

A partir de esta información, necesitamos recalcular el FCF considerando una serie de hipótesis que se puedan mantener a largo plazo.

En primer lugar, el CAPEX en el largo plazo tiende al CAPEX de mantenimiento o lo que es lo mismo a la dotación por amortización del periodo, ya que una empresa realizará inversiones y desinversiones a lo largo de su vida y el CAPEX de crecimiento tenderá a cero. En este caso el CAPEX a largo plazo sería 621.207 mil €.

En segundo lugar, las NOF en el largo plazo tienden a 0, ya que en el largo plazo se compensan años de NOF positivas con años de NOF negativas.

Por lo que se refiere al impuesto de sociedades, a la hora de estimar el FCF a largo plazo se utiliza el tipo impositivo legal. Es decir, en el caso de Siemens Gamesa sociedad domiciliada en España el 25%.

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:

Tabla 2: Cálculo del FCF a largo plazo (datos en miles de €)

	2019
EBIT	262.662,00
- Impuesto de Sociedades	65.665,50
= NOPAT	196.996,50
+ Amortización	621.207,00
= CFOperativo	818.203,50
- NOF	-
- CAPEX	621.207,00
= FCF	196.996,50

En la valoración utilizaremos un periodo explícito de 5 años.

Es un periodo acorde a la práctica habitual en la valoración de empresas y basado en el aumento del beneficio neto de 69.930 mil € en 2018 a 140.938 mil € en 2019, el aumento de las inversiones como comentamos anteriormente en el cálculo del CAPEX y las expectativas de crecimiento de un negocio de energías renovables.

Todo ello a pesar del riesgo que supone realizar predicciones en un contexto en el que no existe un histórico de beneficios o EBITDA para Siemens Gamesa, ya que es el resultado de la fusión entre Siemens Wind Power y Gamesa en el año 2017, y que actualmente nos encontramos saliendo de una pandemia mundial que ha detenido prácticamente la economía.

A continuación calculamos el WACC o coste medio ponderado de capital, que se calcula como la media ponderada del coste de financiación de los fondos propios y el coste de la financiación ajena. Hay que tener en cuenta el porcentaje de fondos propios y el de deuda.

Coste de las acciones o K_e

Para el cálculo de esta variable hay que tener en cuenta, la beta de la empresa, la rentabilidad sin riesgo y la rentabilidad del mercado.

La beta de Siemens Gamesa según investing.com, es de 0,73, lo que se considera un título defensivo al tener una beta inferior a 1. Es decir, que varía en menor proporción que el mercado. Para calcular la rentabilidad libre de riesgo utilizaremos la rentabilidad del bono español a 10 años de diciembre de 2019, 0,46%. La rentabilidad libre de riesgo en España es tan baja debido a la política del banco central europeo de mantener los tipos bajos para estimular la inversión.

Por último, para calcular la rentabilidad del mercado haremos la media histórica de la rentabilidad anual del IBEX 35 desde el año 1996 hasta 2019. Seleccionamos un periodo tan grande para obtener una muestra más representativa en la que aparezcan periodos de crecimiento y de decrecimiento. El resultado es 5,80%.

Con estos datos calculamos el K_e 4,36%.

Coste de la deuda o Kd

Para el cálculo de esta variable es necesario acudir a las cuentas anuales. Empezaremos dividiendo los gastos financieros entre el total de la deuda financiera tanto a corto como a largo plazo. No se puede utilizar este tipo directamente ya que hay que tener en cuenta el efecto fiscal de la financiación ajena que minora el coste de la deuda. Y hay que utilizar el tipo legal del impuesto de sociedades ya que estamos realizando una estimación del valor de la empresa a largo plazo, 25%.

Por lo tanto, Siemens Gamesa tiene un Kd de 4,59%.

WACC

Para calcular el WACC, hay que tener en cuenta la estructura de financiación de la empresa. Es decir, en qué porcentaje se financia con fondos propios y con deuda. Obtenemos un WACC de 4,38%.

Tabla 3: Cálculo del WACC

CÁLCULO DEL WACC	
Cálculo del coste de las acciones (Ke)	
Ke	4,36%
Beta	0,73
Rf	0,46%
Rm	5,80%
(Rm-Rf)	5,34%
Cálculo del coste de la Deuda (Kd)	
Gastos financieros	52.940,00
Deuda Financiera	864.435,00
Kd	6,12%
Tasa Impositiva	25%
Kd'	4,59%
Estructura Financiera óptima	
Capitalización	10.649.000,00
Deuda Financiera	864.435,00
% Equity	92,49%
% Deuda	7,51%
WACC	4,38%

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$$K_d = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda financiera}} * (1 - \text{Tasa impositiva})$$

$$WACC = K_e * \frac{\text{Capitalización}}{\text{Capitalización} + \text{Deuda}} + K_d * (1 - \text{Tasa impositiva}) * \frac{\text{Deuda}}{\text{Deuda} + \text{Capitalización}}$$

Una vez calculados el FCF y el WACC vamos a plantear dos escenarios, uno pesimista y uno optimista.

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:

En el **escenario pesimista** vamos a utilizar el crecimiento o la tasa g calculada utilizando la ROE o rendimiento financiero del Siemens Gamesa en el año 2019, 2% y la tasa de reparto de dividendos o pay-out que según investing.com es del 35,77 %. Esto nos da una tasa g del 1% para el periodo explícito. Para el crecimiento a perpetuidad utilizaremos un 2,5%, que es el resultado de calcular la media del crecimiento anualizado del PIB español en los últimos 15 años más la inflación y un diferencial de 0,43%.

En el **escenario optimista**, he decidido utilizar una tasa g del 3% durante el periodo explícito y un 3% a perpetuidad. Puede sonar ambicioso, pero considero que Siemens Gamesa es una empresa con mucho potencial y capacidad de crecimiento. Es el tercer productor mundial de turbinas eólicas, la segunda tecnología de energía renovable más demandada. Además, está presente en más de 90 países y ha duplicado su beneficio neto del año 2018 al 2019.

$$\text{Tasa de crecimiento durante el periodo explícito (g)} = \text{ROE} \times (1 - \text{Pay out})$$

Tabla 4: Cálculo del crecimiento a perpetuidad en base al PIB y el IPC

Año	PIB	Var
2019	1.244.757M.€	2,00%
2018	1.202.193M.€	2,40%
2017	1.161.878M.€	2,90%
2016	1.113.840M.€	3,00%
2015	1.077.590M.€	3,80%
2014	1.032.158M.€	1,40%
2013	1.020.348M.€	-1,40%
2012	1.031.099M.€	-3,00%
2011	1.063.763M.€	-0,80%
2010	1.072.709M.€	0,20%
2009	1.069.323M.€	-3,80%
2008	1.109.541M.€	0,90%
2007	1.075.539M.€	3,60%
2006	1.003.823M.€	4,10%
2005	927.357M.€	3,70%
Promedio		1,27%
IPC		0,80%
Crec. a perpetuidad		2,07%

Si bien es cierto que nos encontramos en medio de una pandemia mundial, creo que el sector de las energéticas en concreto las energías renovables puede verse afectado en menor medida que otros sectores.

Una vez obtenidos todos los datos necesarios vamos a calcular el valor de Siemens Gamesa Renewable Energy S.A y el precio objetivo de sus acciones.

$$\text{Valor empresa} = \frac{FCF 1}{1 + WACC} + \frac{FCF 2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF 5}{(1 + WACC)^5} + \frac{\text{Valor residual 5}}{(1 + WACC)^5}$$

$$\text{Valor residual año 5} = \frac{FCF_6}{WACC - g}$$

Tras realizar estos cálculos obtenemos un valor de empresa en el escenario pesimista que oscilaría entre los 8.807.264 y los 13.576.655 mil €, suponiendo un WACC que oscile entre 4% y 5% y un periodo explícito de 5 años.

En el escenario optimista el valor de la empresa oscilaría entre los 11.613.541 y 21.134.380 mil €, suponiendo un WACC que oscile entre 4% y 5% y un periodo explícito de 5 años.

A continuación, vamos a calcular el valor de las acciones.

$$V. acciones = V. empresa - Deuda financiera neta$$

$$Deuda financiera neta = Deuda financiera - Efectivo e IFT$$

El último paso necesario para calcular el precio objetivo de las acciones es dividir el valor de las acciones entre el número de estas, 681.143 mil acciones ordinarias a 31 de diciembre de 2019 según el BME.

Después de haber realizado todos los cálculos oportunos obtenemos el siguiente abanico de precios, entre 14,90 € y 31,64 €. Siendo el primero de estos la opción más barata del escenario pesimista y el segundo la mejor opción del escenario optimista.

Tabla 5: Rango de precio escenario pesimista

WACC	3,98%	21,38 €
	4,18%	19,18 €
	4,38%	17,45 €
	4,58%	16,05 €
	4,78%	14,90 €

Tabla 6: Rango de precios escenario optimista

WACC	3,98%	31,64 €
	4,18%	26,76 €
	4,38%	23,29 €
	4,58%	20,71 €
	4,78%	18,71 €

Si comparamos estos precios objetivo con la cotización de Siemens Gamesa a 31 de diciembre de 2019, 15,63 €/acción según Investing.com, la recomendación sería comprar ya que la cotización se situaba justo por encima del precio mínimo del escenario pesimista.

En resumen, Siemens Gamesa es una empresa con expectativas de crecimiento, ya que las energías renovables son el futuro. Si bien es cierto que hasta ahora los

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:

resultados no acompañan, debido a las fuertes inversiones que están acometiendo, así como a la situación con el COVID-19 considero que será de las empresas menos perjudicadas y con mayor proyección.

2.5 VALORACIÓN DE SIEMENS GAMESA RENOWABLE ENERGY POR MÚLTIPLOS

Este método consiste en valorar Siemens Gamesa mediante la comparación con un semejante.

Para esta valoración por múltiplos vamos a comparar a Siemens Gamesa con Vestas, el mayor fabricante a nivel mundial de turbinas eólicas, de origen danés. Y con Acciona, una empresa española dedicaba a instalación de infraestructuras eléctricas, así como a las energías renovables.

Tabla 7: Datos (en miles de €) de las cuentas anuales de Siemens Gamesa, Acciona y Vestas.

Magnitudes	Siemens Gamesa	Acciona	Vestas
Ventas	10.226.879,00	7.190.589,00	12.147.000,00
EBITDA	883.869,00	1.284.583,00	1.550,00
Amortizaciones	621.207,00	585.704,00	546.000,00
EBIT	262.662,00	698.879,00	1.004.000,00
Bº Neto	140.938,00	397.502,00	700.000,00
Deuda financiera neta	68.684,00	123.671,00	- 1.095.000,00
Fondos propios	6.272.805,00	3.745.288,00	3.345.000,00
NOF	354.162,00	505.934,00	902.000,00
CAPEX	684.458,00	1.362.728,00	1.011.000,00
Nº de acciones	681.143,00	54.857,00	193.724,00
Precio por acción	15,64	93,80	90,78
Capitalización bursátil	10.649.677,00	5.145.554,00	17.290.000,00
EV	10.580.993,00	5.021.883,00	18.385.000,00

Tabla 8: Ratios Siemens Gamesa, Acciona y Vestas

RATIOS	Siemens	Acciona	Vestas
Price earnings ratio (PER)	75,59	12,94	25,12
Price to Cash flow (P/CF)	1,12	17,92	6,43
Price to book value (P/BV)	1,70	1,37	5,17
EV/Ventas	1,03	0,70	1,51
EV/EBIT	40,28	7,19	18,31

A continuación, vamos a proceder al análisis y comentario de las ratios.

Price earnings ratio – PER

Es uno de los ratios más utilizados en el análisis fundamental, debido a su sencillez de cálculo, precio entre beneficio por acción o capitalización bursátil entre beneficio neto.

Este ratio indica cuántas veces se está pagando el beneficio de la empresa, el tiempo que se tardará en recuperar la inversión y las expectativas de crecimiento. En líneas generales un PER alto indica que una acción está cara, aunque también puede indicar una empresa con muchas expectativas de crecimiento y que el mercado ya se haya dado cuenta. Un PER bajo en cambio indica que una acción es barata, aunque también puede significar que la empresa tiene algún tipo de problema o pocas expectativas de crecimiento y el mercado ya lo ha descontado.

Entre las principales limitaciones de este ratio se encuentran que no se puede calcular para empresas sin beneficios y no sirve para comparar empresas de distintos sectores.

En este caso Siemens Gamesa presenta el mayor ratio PER con diferencia, 75,59 frente a los 12,94 de Acciona y los 25,12 de Vestas. El principal motivo de esta diferencia es el importe de las amortizaciones, ya que en el ejercicio 2019 Siemens Gamesa realizó una dotación por amortización de 621.707 mil € superior a la de Vestas, que tiene mayor activo y mayor capitalización bursátil.

Podríamos utilizar el PER del sector para compararlo con el de Siemens Gamesa y tratar de obtener una conclusión, pero el sector de las energías renovables es un sector relativamente nuevo y con pocas compañías que coticen en bolsa por lo tanto se dificulta su cálculo.

El elevado importe de las amortizaciones distorsiona el resultado y dificulta la comparación. Los ratios que calcularemos a continuación serán más útiles para valorar la compañía.

Price to Cash Flow – P/CF

Esta ratio se calcula como capitalización bursátil entre cash flow.

Entre las principales ventajas que presenta este ratio se encuentra que sirve para valorar empresas sin beneficios pero con cash flow positivo y que el cash flow está sometido a menos manipulaciones contables que el beneficio.

En este caso Siemens Gamesa presenta el mejor ratio 1,12 frente a 17,92 y 6,43 de Acciona y Vestas respectivamente. Indica que Siemens Gamesa es la compañía en la que más barato se paga el cash flow generado. Por lo tanto, según este ratio es la mejor opción de inversión ya que está infravalorada.

Price to book value – P/BV

Esta ratio relaciona el precio de la acción con su valor contable, y se calcula como capitalización bursátil entre fondos propios.

En este caso Siemens Gamesa tiene un ratio de 1,7 frente a 1,37 de Acciona y 5,17 de Vestas. Por lo tanto, todas las empresas crean valor al encontrarse su ratio por encima de la unidad.

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:

En este caso Siemens Gamesa vuelve a presentar el mejor ratio después de Acciona ya que dentro de crear valor, son las dos empresas en las que más barato se paga ese crecimiento.

EV/Ventas

Se calcula como el valor de la empresa entre las ventas. La principal ventaja de este ratio es que sirve para comparar empresas de distintos sectores y la principal desventaja es que no tiene en cuenta si se cobran o no las ventas.

En este caso Siemens Gamesa presenta un ratio de 1,03, Acciona 0,7 y Vestas 1,51. De nuevo vuelven a ser Acciona y Siemens Gamesa las dos compañías que mejor ratio presentan. Ambas empresas se encuentran infravaloradas frente a Vestas.

EV/EBIT

Se calcula como el valor de la empresa entre el EBIT.

Entre las principales ventajas se encuentra que al utilizar el EBIT se centra en la gestión de la compañía. Y entre las limitaciones destaca la imposibilidad de calcular el ratio con un EBIT negativo y de nuevo, no tiene en cuenta si el EBIT se cobra.

En este caso Siemens Gamesa tiene un ratio de 40,28, Acciona de 7,19 y Vestas de 18,31. En este caso Siemens tiene un ratio muy elevado debido a su EBIT en 2019 262.662 mil € el menor de las tres compañías.

3. CONCLUSIONES

Por último, vamos a comentar las principales conclusiones que hemos extraído de este trabajo.

En primer lugar, del contexto macroeconómico extraemos que el número de operaciones de fusión y adquisición de empresas aumenta en épocas de crecimiento económico. Actualmente nos encontramos en medio de una pandemia mundial el COVID-19 que ha conseguido paralizar el consumo y la inversión. Por lo tanto, el número de operaciones de F&A disminuirá en la etapa económica que se vivirá en los próximos años.

No obstante, los organismos competentes están llevando a cabo una serie de medidas con el fin de paliar los efectos de la pandemia, como programas de recompras de activos, política expansiva manteniendo los tipos de interés cercanos a 0, etc. Con esto pretenden reactivar la economía, fomentando el consumo y la inversión.

Por otra parte, destacar que el sector energético es uno de los que menos se suele ver afectado en momentos de crisis económicas ya que la energía es necesaria para todo, hogares, empresas, etc, así como uno de los sectores en los que más F&A se realizan anualmente alrededor del mundo.

En segundo lugar, por lo que se refiere a la valoración de Siemens Gamesa por descuento de flujos de caja, vemos que es una compañía a la que, aunque no acompañan sus resultados, debido a su temprana edad y las fuertes inversiones que está acometiendo, opera en un sector con mucho futuro y gran capacidad de crecimiento como es el de las energías renovables. Siemens Gamesa es el tercer productor de turbinas eólicas del mundo en cuanto a ventas y kilovatios instalados. Además, la energía eólica es la segunda energía renovable más demandada. Prueba de ello es como organismos internacionales como la OMS, Naciones Unidas o la Comunidad Europea están desarrollando tratados como los ODS 2030 con el fin de cambiar el rumbo del mundo hacia uno más sostenible.

En tercer lugar, de la valoración por múltiplos sacamos la conclusión de que Siemens Gamesa es una empresa infravalorada. Si bien es cierto que algunas ratios no muestran esta realidad, debido a las fuertes inversiones que está acometiendo y a la amortización. Además, conviene tener en cuenta que Acciona que es la empresa que ha superado a Siemens Gamesa en algunos ratios no se dedica de manera íntegra al sector de las energías renovables sino que también tiene otras líneas de negocio.

En conclusión, una posible OPA de Iberdrola sobre Siemens Gamesa podría ser recomendable.

4. BIBLIOGRAFÍA

APPA [sitio web]. 2018. *Planificación energética y objetivos renovables*. [Consulta: 21 junio 2020]. Disponible en: <https://www.appa.es/energias-renovables/planificacion-energetica-y-objetivos-de-renovables/>

BANKINTER [sitio web]. 2020. *Previsión del PIB eurozona para 2020 y 2021* [Consulta: 20 junio 2020]. Disponible en: <https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2016/8/31/previsiones-pib-eurozona>

BOLSA DE MADRID [sitio web]. 2020. *Ficha: Siemens Gamesa y Acciona* [Consulta: 22 junio 2020]. Disponible en: <https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0143416115>

CNMC [sitio web]. 2020. *Listado de comercializadoras de electricidad en España*. [Consulta: 21 junio 2020]. Disponible en: <https://sede.cnmc.gob.es/listado/censo/2>

DATOSMACRO [sitio web]. 2020. *PIB* [Consulta: 15 junio 2020]. Disponible en: <https://datosmacro.expansion.com/pib>

EL CONFIDENCIAL [sitio web]. 2020. *El gobierno prevé un desplome del PIB del 9,2% en 2020 y una escalada del paro al 19%* [Consulta: 20 junio 2020]. Disponible en: https://www.elconfidencial.com/economia/2020-05-01/gobierno-rebaja-prevision-crecimiento-coronavirus_2575488/

FRESNEDA, D. 2018. *La crisis financiera de 2008 y la onda expansiva de la desconfianza en el mundo*. RTVE [Consulta: 15 junio 2020]. Disponible en: <https://www.rtve.es/noticias/20180914/crisis-financiera-2008-onda-expansiva-desconfianza-mundo/1798840.shtml>

IBERDROLA [sitio web]. 2020 [Consulta: 22 junio 2020]. Disponible en: <https://www.iberdrola.com/conocenos/lineas-negocio/energias-renovables>

IMAA [sitio web]. 2020. *M&A Statistics* [Consulta: 20 junio 2020]. Disponible en: <https://imaa-institute.org/m-and-a-statistics-countries/>

INVESTING [sitio web]. 2020. *Siemens Gamesa Renewable Energy S.A.* 2020 [Consulta: 22 junio 2020]. Disponible en: <https://es.investing.com/equities/gamesa>

MASCAREÑAS, J. 2005. *Fusiones y adquisiciones de Empresas*. 4ª ed. Madrid. McGraw Hill.

PAGE, D. 2019. *El mapa de las eléctricas: así se reparten el negocio por toda España*. El Independiente [Consulta: 21 junio 2020]. Disponible en: <https://www.elindependiente.com/economia/2019/08/26/el-mapa-de-las-electricas-asi-se-reparten-el-negocio-de-la-luz-por-toda-espana/>

ROCA, J.A. 2019. *Los 15 mayores fabricantes de aerogeneradores del mundo: Vestas, líder, con una cuota superior al 20%*. El periódico de la energía [Consulta: 22 junio 2020]. Disponible en: <https://elperiodicodelaenergia.com/los-15-mayores-fabricantes-de-aerogeneradores-del-mundo-vestas-lider-con-una-cuota-superior-al-20/>

SABI. 2020. *Cuentas anuales: Siemens Gamesa y Acciona 2019* [Consulta: 28 junio 2020].

SERRANO BUSTOS, F.J. 2018. *IBEX 35 vs DJI: una mirada retrospectiva*. El Captor. [Consulta: 15 junio 2020]. Disponible en: <http://www.elcaptor.com/economia/ibex-35-vs-dow-jones-retrospectiva>

SIEMENS GAMESA [sitio web]. 2020 [Consulta: 22 junio 2020]. Disponible en: <https://www.siemensgamesa.com/es-es/sobre-nosotros/historia-de-la-empresa>

TRICIADO, B. 2019. *Las renovables en el mundo: un crecimiento a pasos agigantados entre luces y sombras*. Cinco días [Consulta: 22 junio 2020]. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/10/24/companias/1540406319_545007.html

VESTAS [sitio web]. 2020. *Cuentas anuales de 2019*. [Consulta: 28 junio 2020]. Disponible en: https://www.vestas.com/en/investor/financial_reports#